Het besluit van DNB over de aanpassing van de UFR

1. Besluit

DNB heeft besloten de door de Commissie *Ultimate Forward Rate* (UFR) voorgestelde UFR methode in te voeren per 15 juli 2015, met een kleine technische aanpassing. Naar aanleiding van het debat met de Eerste Kamer over het Wetsvoorstel aanpassing financieel toetsingskader heeft de staatssecretaris van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (SZW) De Nederlandsche Bank (DNB) verzocht om "uitstel van de per 1 januari 2015 voorziene wijziging van de UFR voor pensioenfondsen, in verband met het aangekondigde onderzoek naar het stroomlijnen van de UFR met de UFR die EIOPA naar verwachting in 2015 zal vaststellen voor Europese verzekeraars." DNB heeft naar aanleiding van dit verzoek besloten het gevraagde uitstel toe te passen. Verder uitstel van de invoering van een bestendige methode voor de vaststelling van de UFR is echter niet wenselijk.

DNB is in de eerste plaats tot de conclusie gekomen dat de vormgeving van de definitieve UFR in het kader van "Solvency II", zoals door EIOPA bekendgemaakt op 28 februari 2015, niet afwijkt van de specificaties die bekend waren ten tijde van het opstellen van de advies van de Commissie UFR. Daarmee vormt de vaststelling van de definitieve UFR voor verzekeraars geen aanleiding om het advies van de Commissie UFR te herzien. In de tweede plaats is DNB van mening dat de UFR zoals voorgesteld door de Commissie UFR te prefereren is boven de huidige UFR. De UFR-methode van de Commissie maakt meer gebruik van marktinformatie en sluit daarom beter aan bij de in het financieel toetsingskader voorgeschreven marktwaardering dan de huidige UFR. Tegelijkertijd maakt een UFR de pensioenverplichtingen minder gevoelig voor schommelingen en mogelijke verstoringen in de lange rente dan wanneer de marktrente zonder UFR zou worden toegepast.

De methode van de Commissie UFR wordt op een klein, technisch aspect aangepast vanwege de introductie van de beleidsdekkingsgraad per 1 januari 2015. De UFR methode wordt daardoor iets simpeler.

De verwerking door pensioenfondsen van de aanpassing in de UFR geschiedt als volgt:

- In de maandstaten over juli 2015 wordt de waarde van de verplichtingen voor het eerst berekend met de nieuwe UFR methode. De verplichtingen van de afgelopen maanden hoeven evenwel niet herberekend te worden, hetgeen inhoudt dat de aanpassing van de UFR slechts voor een twaalfde deel in de beleidsdekkingsgraad per eind juli 2015 zal zijn verwerkt. De beleidsdekkingsgraad van eind juni 2016 zal de eerste zijn waarin de UFR-aanpassing volledig is verwerkt;
- De aangepaste UFR moet zo nodig worden toegepast in de premiestelling;
- Bestaande herstelplannen hoeven niet aangepast te worden voor het eerstvolgende moment van actualisatie. Voor de betreffende fondsen betekent dit dat de aangepaste UFR per 1 januari 2016 in de geactualiseerde herstelplannen dient te worden verwerkt.

2. Motivering van het besluit

Aanloop naar het huidige besluit

Advies Commissie UFR omarmd…

In de Hoofdlijnennota FTK[1] van mei 2012 wordt de invoering van de ultimate forward rate (UFR) aangekondigd. Het kabinet geeft in deze nota aan dat fondsen binnen het nieuw financieel toetsingskader (FTK) langlopende verplichtingen moeten "waarderen met een meer stabiele discontovoet. De risicovrije rente wordt voor lange looptijden gebaseerd op een stabiele en realistische prognose van de langetermijnrente ("ultimate forward rate")." In dezelfde nota merkt het kabinet op: "Het kabinet zal nog bezien hoe verzekerd kan worden dat de "ultimate forward rate", gelet op de economische omstandigheden, realistisch is en blijft".

In het kader van de overgang naar het nieuwe FTK voor pensioenen, en in relatie tot de actuele situatie van pensioenfondsen, presenteert het kabinet in september 2012 het zogenoemde Septemberpakket Pensioenen[2]. Daarin wordt aangegeven dat "het startpunt voor het Septemberpakket is hoe het beoogde nieuwe FTK kan worden betrokken bij de vaststelling van de premies voor 2013 en de in dat jaar door te voeren kortingen". Het kabinet ziet 2013 als een overgangsjaar op weg naar het nieuwe FTK, waarvan de inwerkingtreding (op dat moment) voorzien is per 1 januari 2014. Onderdeel van het Septemberpakket is de invoering door DNB van de zogeheten Ultimate Forward Rate[3]. Deze moet worden toegepast bij de waardering van de pensioenverplichtingen. De UFR maakt de waardering van die verplichtingen minder gevoelig voor schommelingen en voor mogelijk verstoorde omstandigheden op de financiële markten.

In de begeleidende brief bij het Septemberpakket Pensioenen kondigt de minister van SZW aan dat een commissie zal worden gevraagd zich te buigen over de UFR: "Voor de uiteindelijke vormgeving in het nieuwe FTK is de besluitvorming in het kader van Solvency II mede van belang. Voorts zal ik in 2013 advies inwinnen van een externe commissie over de wijze waarop kan worden verzekerd dat de UFR onder het nieuwe FTK realistisch is en in de toekomst ook blijft."[4]

In december 2012 stelt de staatssecretaris van SZW de Commissie UFR in. Het instellingsbesluit voor de Commissie[5] geeft aan dat de "uitgangspunten zijn een UFR die een zo goed mogelijke benadering vormt van de risicovrije rente die op lange termijn mag worden verwacht, en een toepassing van de UFR waardoor de rentetermijnstructuur in zijn geheel een zo goed mogelijke benadering vormt van de risicovrije rente."

De Commissie UFR brengt in oktober 2013 haar advies uit[6]. De Commissie formuleert zes beoordelingscriteria: aansluiting bij financiële markten, aansluiting bij wetenschappelijke literatuur, transparantie en repliceerbaarheid, stabiliteit, beperking van verstoring van

---

[1] Kamerstukken II 2011-2012, 32 043, nr. 113
[2] Kamerstukken II 2011-2012, 32 043, nr. 129, Brief regering d.d. 24 september 2012
[3] De bevoegdheid om de rentetermijnstructuur aan te passen ligt op basis van artikel 2, lid 2 van het Besluit FTK bij De Nederlandsche Bank.
[4] Brief regering d.d. 24 september 2012 (Kamerstukken 32 043, nr. 129)
[5] Besluit van de Staatssecretaris van Sociale Zaken en Werkgelegenheid van 21 december 2012, AV/PB/2012/17948, tot instelling van de Commissie UFR, Stcrt. 2013, 720
[6] http://www.rijksoverheid.nl/documenten-en-publicaties/rapporten/2013/10/11/advies-commissie-ufr.html.

financiële markten, en uitlegbaarheid. Op basis van deze beoordelingscriteria komt de Commissie tot het volgende advies ten aanzien van de UFR:

1. Een niveau van de UFR op basis van de gerealiseerde 20-jaars forward rentes in de voorgaande 10 jaar;
2. Een startpunt voor de UFR-methode (het 'First Smoothing Point') bij 20 jaar;
3. Vanaf het startpunt groeit de methode richting de UFR, maar bereikt deze nooit. De extrapolatiemethode neemt marktinformatie ook na het startpunt mee. Het gewicht dat aan deze marktwaarnemingen wordt gegeven, neemt geleidelijk af.

De Commissie heeft bij het advies in belangrijke mate rekening gehouden met de resultaten van een enquête onder (nationale en internationale) financiële marktpartijen. Daarnaast zijn vijf buitenlandse experts geconsulteerd en ook hun inzichten zijn verwerkt in het uiteindelijke advies. De buitenlandse experts geven aan dat de waardering van onvoorwaardelijke pensioenverplichtingen dient te gebeuren op basis van een risicovrije rentecurve. Daarbij geven de meeste commentaren, ook van de geraadpleegde marktpartijen, aan dat het niet mogelijk is de risicovrije rentecurve volledig uit marktobservaties af te leiden. Na een bepaalde tijdshorizon worden namelijk geen marktinstrumenten meer verhandeld of is de markt onvoldoende liquide om betrouwbare informatie op te leveren. Tegelijkertijd geven de buitenlandse experts aan dat een laatste liquide punt voor marktobservaties waarschijnlijk moeilijk aan te wijzen is. Zo'n laatste liquide punt is waarschijnlijk variabel, of niet een enkel punt, maar juist een interval waarin liquiditeit geleidelijk afneemt.

…maar toepassen advies Commissie UFR uitgesteld in verband met overgangsjaar nFTK…
In de kabinetsreactie van 1 oktober 2013 op het advies van de commissie UFR geeft het kabinet aan de adviezen van de Commissie te onderschrijven[7]**.** Het kabinet merkt op: "De methode sluit aan bij inzichten van experts in de rentemarkt en ook bij de visie van de wetenschap. Dit geeft het kabinet vertrouwen dat de methode daadwerkelijk realistisch is en dat in de toekomst ook blijft.". Tegelijkertijd geeft het kabinet aan 2014 te zien als een overgangsjaar naar het nieuwe FTK per 1 januari 2015. In dat licht acht het kabinet het wenselijk dat de door de commissie voorgestelde UFR methode per 1 januari 2015 gaat gelden voor de waardering van de pensioenverplichtingen.

DNB spreekt, ook op 1 oktober 2013, waardering uit voor de gevolgde werkwijze en heldere onderbouwing[8] door de Commissie UFR. Daarbij geeft DNB aan de voorkeur van het kabinet te volgen en de UFR-methode niet aan te zullen passen vóór 1 januari 2015.

…en door ontwikkelingen Solvency II
Op 15 december 2014 debatteert de Eerste Kamer met de staatssecretaris van SZW over het Wetsvoorstel aanpassing financieel toetsingskader. Naar aanleiding van dit debat verzoekt de Staatssecretaris de Nederlandsche Bank om "uitstel van de per 1 januari 2015 voorziene wijziging van de UFR voor pensioenfondsen, in verband met het aangekondigde onderzoek naar het stroomlijnen van de UFR met de UFR die EIOPA naar verwachting in 2015 zal vaststellen voor Europese verzekeraars."[9] DNB constateert dat ten tijde van het advies van de Commissie

---

[7] Zie: http://www.rijksoverheid.nl/documenten-en-publicaties/kamerstukken/2013/10/01/kabinetsreactie-op-het-advies-van-de-commissie-ultimate-forward-rate-ufr.html
[8] Zie: http://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/persberichten-2013/dnb297414.jsp (2013) en http://www.toezicht.dnb.nl/7/50-232411.jsp (2014).
[9] Kamerstukken I 2014-2015, 15 december 2014, behandeling Wet aanpassing financieel toetsingskader (33 972).

UFR nog geen duidelijk zicht bestond op het tijdpad waarop Solvency II zich zou ontwikkelen en daarmee over de definitieve vormgeving van de daarin vervatte UFR. Bovendien acht DNB het niet wenselijk als de UFR in korte tijd meerdere keren zou kunnen wijzigen, als gevolg van de komende definitieve besluitvorming over de UFR binnen Solvency II. Tegen deze achtergrond besluit DNB nader te bezien of het wenselijk is de UFR voor pensioenfondsen aan te passen aan die voor verzekeraars en de wijziging van de UFR vooralsnog niet door te voeren. Op 22 december 2014 informeert de staatssecretaris van SZW de Eerste Kamer over dit besluit. [10] In gesprekken met de bewindspersoon en de pensioensector heeft DNB aangegeven het besluit over de UFR voor de zomer te willen nemen.

Uitgangspunt besluit is een realistische beprijzing, in belang van de pensioendeelnemer

Op basis van de in de Pensioenwet aan DNB opgelegde taak toe te zien op de normen ten aanzien van de financiële soliditeit van pensioenfondsen en vanuit de maatschappelijke verwachtingen stelt DNB de belangen van pensioendeelnemers, en de borging daarvan, centraal. Dit uitgangspunt is leidend voor de besluitvorming.

DNB is van mening dat de UFR zoals voorgesteld door de Commissie UFR een goede combinatie is van "realistisch" en "volatiliteit beperkend". Daarom heeft DNB zich eerder geconformeerd aan het advies van de Commissie UFR om zo te komen tot een meer realistische beprijzing. Het FTK gaat uit van kapitaaldekking, waarbij voor een pensioenregeling tenminste een kostendekkende premie moet worden betaald. Een realistische beprijzing is belangrijk voor een goede inschatting van de waarde van de pensioenverplichtingen en een adequate vaststelling van de premie voor nieuwe instroom van pensioendeelnemers. Als de beprijzing onvoldoende realistisch is, heeft dit gevolgen voor zowel de verwachtingen van als de uitkeringen aan pensioendeelnemers. Zo wordt bij een te hoge rekenrente te veel pensioen uitgekeerd en te weinig premie betaald. De gevolgen daarvan worden doorgeschoven naar de toekomst.

Realistische beprijzing is ook in het belang van pensioenfondsbestuurders. Immers, de besluitvorming van fondsbestuurders moet voldoen aan de eis van evenwichtige belangenafweging, een elementair uitgangspunt in de Pensioenwet. En de gehanteerde rekenrente heeft gevolgen voor de evenwichtige belangenafweging.

Weging van de ontwikkelingen Solvency II UFR in het huidige besluit

De definitieve vormgeving van de Solvency II UFR wijkt niet af van de eerder bekende specificaties
Eind 2014 voerde DNB de aanpassing van de UFR vooralsnog niet door in afwachting van de ontwikkelingen rondom de UFR in Solvency II. Ten tijde van haar advies heeft de Commissie UFR aangegeven 'dat de plannen voor een UFR-methode in Europa op dit moment onvoldoende basis bieden om een advies over de UFR-methode voor Nederlandse pensioenfondsen op te baseren'. Daarvoor geeft de Commissie drie redenen:

1. Mede door de beslissing van de Europese Commissie om vooralsnog geen kapitaaleisen voor pensioenfondsen in te voeren is 'een onderbouwing van de UFR-methode voor pensioenfondsen gebaseerd op een Europese inzet voor verzekeraars minder voor de hand liggend geworden';

[10] Kamerstukken I 2014-2015, kamerstuk 33 972, O.

2. Gezien de samenhang, zowel inhoudelijk als qua besluitvorming, van de verschillende onderdelen van Solvency II is het niet opportuun om een element uit het Solvency II kader uit de context te halen[11]. Daardoor ontstaat volgens de Commissie het risico van "cherry picking";
3. De Commissie is kritisch over de hoogte van de UFR die in Solvency II is opgenomen (een reële rente van 2,2% is volgens de Commissie te hoog) en over het feit dat een vaste hoogte is gekozen (sluit niet aan bij onzekerheden over inflatie en reële rente).

Op 28 februari 2015 publiceert EIOPA de definitieve vormgeving van de UFR voor verzekeraars.[12] Deze vormgeving wijkt niet af van de specificaties die bekend waren ten tijde van het opstellen van de advies van de Commissie UFR[13]. De argumenten van de Commissie UFR in relatie tot toepassing van de UFR in het kader van Solvency II zijn onverminderd van kracht. Er zijn dus geen inhoudelijke argumenten om Solvency II regelgeving als aanleiding te zien om het advies van de Cie-UFR niet te volgen.

Veranderde omstandigheden

De economische omgeving is veranderd….
Er is sprake van een andere economische context dan ten tijde het functioneren van de Commissie UFR. Zo opereren financiële instellingen op dit moment in een moeilijke en uitdagende omgeving van lage rentes. Hoewel ook ten tijde van het advies van de Commissie UFR de rente relatief laag was, is de rente sindsdien verder gedaald. Daarbij speelt ook de kwantitatieve verruiming van de ECB een rol. Deze zorgt voor een extra drukkend effect op de rente, al is deze door monetaire beleidsmakers beoogd.

Deze veranderde economische context maakt echter niet dat anders gekeken moet worden naar het advies van de Commissie UFR, integendeel. In de eerste plaats hanteert de Commissie UFR, net als DNB, het uitgangspunt dat toepassing van een UFR vanaf een bepaalde looptijd te prefereren is boven toepassing van marktrentes. Immers, een UFR maakt de waardering van de verplichtingen minder gevoelig voor schommelingen en voor mogelijk verstoorde omstandigheden op de financiële markten. Met andere woorden, voor zover de huidige marktomstandigheden nog steeds als exceptioneel zouden kunnen worden beschouwd – de oorspronkelijke reden voor invoering van de UFR – voorziet het advies van de Commissie UFR expliciet in een correctie hierop door invoering van een UFR. In de tweede plaats wordt de UFR realistischer met een aanpassing conform het advies van de Commissie UFR door marktinformatie mee te nemen bij de vaststelling van de hoogte van de UFR. Sinds het advies van de Commissie UFR is gepubliceerd, is de rente verder gedaald. De twijfels die de Commissie UFR heeft uitgesproken over het vaste niveau van de UFR van 4,2% blijken derhalve gegrond te zijn. De door de Commissie UFR voorgestelde methode houdt beter rekening met marktinformatie.

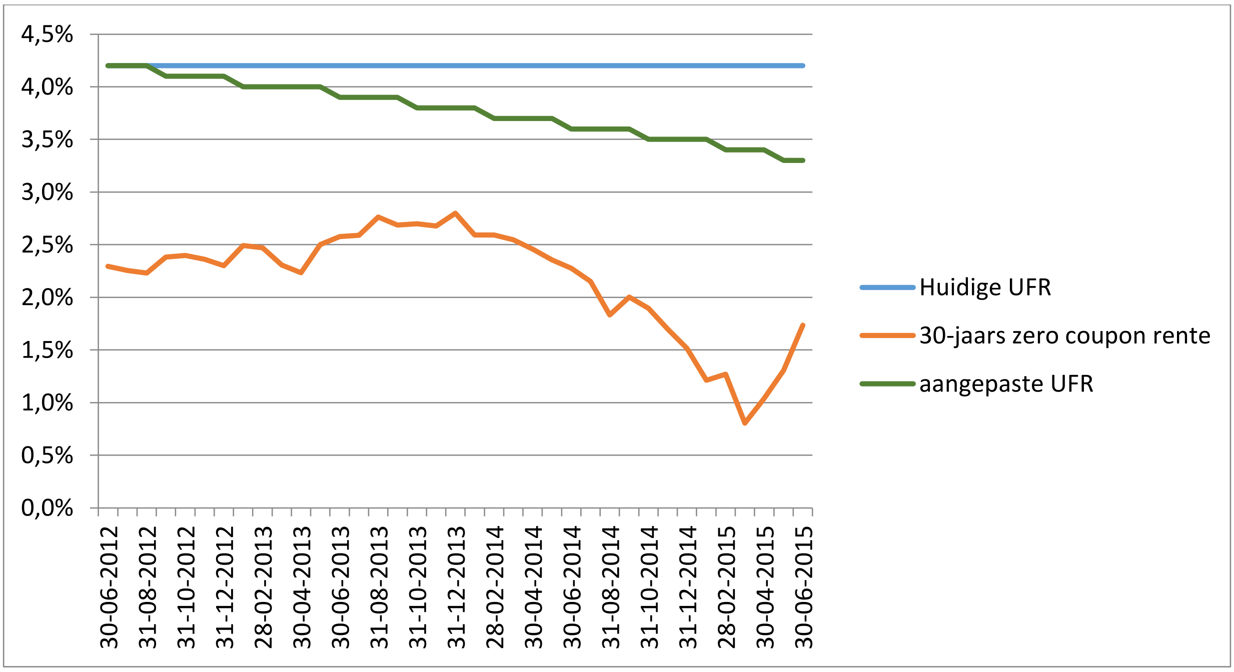
[11] Hierbij past de kanttekening dat toepassing van de UFR voor verzekeraars zou kunnen leiden tot de noodzaak verdere aanpassingen door te voeren in het nFTK. Denk hierbij aan de met de toepassing samenhangende toezichtinterventies, de van toepassing zijnde overgangsmaatregelen en de hersteltermijnen bij het doorbreken van toezichtnormen.
[12] De definitieve vormgeving van de UFR is onderdeel van de 'Relevant risk-free interest rate term structures. 'https://eiopa.europa.eu/Publications/Press%20Releases/2015-02-27%20Risk%20Free%20Rate%20Project.pdf
[13] Ten tijde van het advies van de Commissie UFR waren de specificaties van de UFR voor verzekeraars nog niet definitief vastgesteld. De Commissie heeft zich daarom gebaseerd op de 'Technical Findings on the Long-term Guarantees Assessment', die EIOPA op 14 juni 2013 heeft gepubliceerd.

... net als het financieel toetsingskader
Andere wijzigingen sinds het advies van de Commissie UFR betreffen de aanpassingen in het kader van de Wet aanpassing financieel toetsingskader. Deze wet is op 1 januari 2015 in werking getreden. Bij de wijziging van het FTK zijn onder meer (i) de beleidsdekkingsgraad ingevoerd, (ii) de herstelplansystematiek gewijzigd, (iii) de eis tot toekomstbestendige indexatieverlening ingevoerd en (iv) het vereist eigen vermogen meer in lijn gebracht met de in het FTK beoogde zekerheid. Voor de methodiek van vaststellen van de UFR is relevant dat de beleidsdekkingsgraad beoogt de afhankelijkheid van dagkoersen te verminderen. Een soortgelijk effect was beoogd met de middeling van de Last Liquid Forward Rate die onderdeel was van de UFR methode van de Commissie UFR. Tegen deze achtergrond besluit DNB de UFR methode van de Commissie UFR aan te passen, door de middeling van de LLFR te laten vervallen. Dat maakt de aangepaste UFR methode wat eenvoudiger dan in het geval de UFR conform de Commissie UFR in zijn geheel was overgenomen.

Impact van dit besluit

Vanuit het vertrekpunt van de huidige UFR van 4,2% heeft de aanpassing van de UFR gevolgen. Logischerwijs wordt deze impact mede beïnvloed door het moment van invoeren van de aanpassing van de UFR. Ten opzichte van de huidige UFR is de impact van het op 1 juli 2015 aanpassen van de UFR een andere dan wanneer deze aanpassing al in 2012 was doorgevoerd. Zo zou het niveau van de door de Commissie UFR voorgestelde UFR ongeveer gelijk zijn geweest aan het vaste niveau van de daadwerkelijk ingevoerde UFR (4,2%), op het moment van de introductie van de huidige UFR in 2012. Daarmee zou mogelijk ook de maatschappelijke beleving van de introductie van de Commissie UFR een andere zijn dan op dit moment, hoewel de methodiek tot een zelfde uitkomst had geleid als nu het geval is.

Ultimo juni 2015 was de 30-jaars zero coupon rente 1,735% en zou de aangepaste UFR 3,3% bedragen in plaats van het huidige vaste niveau van de UFR van 4,2% (zie onderstaande figuur).



Figuur 1: Vergelijking van de huidige UFR, 30-jaars zero coupon rente en aangepaste UFR sinds de introductie van de UFR

Het lagere niveau van de UFR heeft een drukkend effect op de financiële positie van pensioenfondsen. Vanwege de 12-maands middeling in de beleidsdekkingsgraad zal het effect op de beleidsdekkingsgraad op de korte termijn beperkt zijn. Voor relatief jonge pensioenfondsen zal dit effect overigens groter zijn dan voor relatief oudere pensioenfondsen.

Naar verwachting leidt dit drukkende effect op de financiële posities er niet toe dat fondsen daardoor nu alsnog kortingen moeten doorvoeren. Wel kan het zijn dat enkele fondsen alsnog een herstelplan moeten indienen omdat zij door aanpassing van de UFR met een lagere beleidsdekkingsgraad worden geconfronteerd.

Naast de effecten op de beleidsdekkingsgraad, waarvan de impact op korte termijn relatief beperkt is, leidt aanpassing van de UFR mogelijk tot opwaartse druk op de pensioenpremies. Van belang is daarbij onderscheid te maken tussen de benodigde kostendekkende premie en de uiteindelijk aan de pensioenuitvoerder betaalde feitelijke premie.

Het lagere niveau van de UFR, ten opzichte van het huidige niveau, zal leiden tot een opwaartse druk op de *kostendekkende* premies. Dit is evenwel afhankelijk van de door de fondsen gekozen premiesystematiek. Zo is het effect op de premie voor fondsen die werken met een kostendekkende premie op basis van de actuele marktrente groter dan voor fondsen die gebruikmaken van een gedempte kostendekkende premie op basis van verwacht rendement.[14]

Daarmee kan nog geen uitspraak kan worden gedaan op de ontwikkeling in de *feitelijke* premies. In de praktijk hanteren fondsen veelal een feitelijke premie die hoger ligt dan de kostendekkende premie; een stijgende kostendekkende premie leidt dan niet direct tot een stijgende feitelijke premie (in dezelfde mate). Daarnaast is de invoering van de aangepaste UFR onderdeel van een grotere aanpassing van de kostendekkende, en mogelijk ook feitelijke, premie als gevolg van de invoering van het nieuw FTK.

Timing van het besluit

Met het definitief invoeren van het nFTK per 1 januari 2015 en de duidelijkheid over de UFR van Solvency II kan nu de UFR voor pensioenfondsen worden aangepast.
DNB constateert dat bij eerdere besluitvorming over de UFR ook is meegenomen dat pensioenfondsen niet op korte termijn geconfronteerd zouden moeten worden met opeenvolgende wijzigingen. In 2013 is er daarom voor gekozen de aanpassing van de UFR conform het advies van de Commissie UFR samen te laten lopen met de aanpassing van het FTK. Eind 2014 is om dezelfde reden gekozen om de definitieve besluitvorming over de UFR voor verzekeraars af te wachten. DNB voorziet op korte termijn geen majeure wijzigingen die een reden zouden kunnen vormen om de aanpassing van de UFR nog verder uit te stellen. Daarom kiest DNB er voor de nieuwe UFR-methode per 15 juli 2015 in te laten gaan.

[14] Ongeveer tweederde van de actieve deelnemers zit bij een fonds dat werkt met een gedempte kostendekkende premie op basis van verwacht rendement.